

# 中低等级债羸弱 利差重估在路上

本报记者 王姣

本周以来,利率债市场明显企稳,5年国债收益率下行幅度已达7BP,与之形成鲜明对比的是,信用债市场仍延续弱势,尤其是中低评级中长期品种继续调整,信用利差主动扩大。“在金融去杠杆的过程中,长端利率债由于流动性好、利率风险大最先被抛售,随后流动性较差的信用债遭遇抛售,中低等级收益率更是加速上行。”分析人士指出,目前来看,利率债收益率仍面临上行压力,信用债随之调整的时间和空间都将更大,建议投资者保持短久期高评级的防御策略。

## 中低等级延续调整

在经历前期的快速下跌后,本周以来,利率债市场得以企稳反弹。截至5月25日收盘,5年期国债收益率已回落至3.65%一线,较22日下跌7个基点;10年期国债收益率则持稳于3.66%一线。

而纵观信用债市场,除AAA+、AAA这类高等级债券随利率债有所企稳外,其余信用债收益率上行趋势仍在持续。中债中长期票据到期收益率曲线显示,本周以来,AAA+等级1年、3年、5年期收益率分别下行了约1BP、3BP、1BP,AA等级1年、3年、5年期收益率却分别上行了约3BP、2BP、5BP,低评级长期品种调整幅度相对更大。

业内人士认为,经济数据走弱、监管协调加强、短期资金面宽松,在一定程度上缓和了利率债的调整压力,本周AAA及AAA+等级信用债企稳,也是跟随利率债变动的结果;然而,中低等级中长期信用债继续调整,主要是受制于其流动性较差。

“债券市场调整的前期,受情绪影响和流动性冲击,利率债首先调整,但随着监管落实和委外规模逐渐收缩,由于委外配置中信用债占比最高,信用债调整的时间和空间都将更大,监管冲击对于信用债而言是慢变量,利差仍有上行空间,尤其是对于资质较差的品种。”海通证券在最新研报中表示。

## 投资需求趋于收缩

在业内人士看来,目前债市面临的最大风险还是“配置牛”逆转和监管加强下金融生态链的重塑。对信用债而言,信用利差走阔的压力依然集中在金融监管下投资需求面临趋势性收缩的压力,尤其委外到期不续对中低等级信用债的冲击将更大。

中信证券固定收益首席分析师明明指出,从2016年11月开始,配合金融去杠杆、抑制资产泡沫逐步成为货币政策调控的主题,经济微复苏也为中性偏紧的货币政策

# 人民币对美元创四个月最大涨幅

本报记者 张勤峰

25日,美元指数不改低位震荡走势,人民币兑美元汇率则一改近阶段“沉稳”姿态,收盘升值逾两个基点,创下逾4个月单日最大升值幅度。外汇交易人士表示,美元处于弱势及美联储会议纪要措辞“温和”为人民币对美元升值提供基础,大行积极汇兑则成为人民币走强的主要推手。短期看,人民币汇率会否脱离近期运行区间还有待观察。

## 人民币升值逾两百基点

北京时间25日凌晨,美联储公布的5月份FOMC会议纪要显示,美联储决策者同意应暂停升息,直至有证据证明近期美国经济增长放缓只是暂时性的。美联储在



奠定了前提,2017年后监管层连发多文敲打银行理财、资产管理,在强势的监管周期下,银行委外收缩将成大概率事件。

“信用利差中枢将逐步抬升。一方面,根据信用利差与基准利率的联动规律,其将随着基准利率上行而走阔;另一方面,随着监管措施落地,银行委外的趋势性赎回驱动银行体系资金从表外回流表内,势必压低信用债的投资需求而推高信用利差,而回流来的资金如果再叠加收缩负债端,则更会造成利率方面的压力,可谓信用债市场中的‘戴维斯双杀’。”明明表示。

中金公司分析师进一步指出,理财作为信用债最主要的配置群体,其负债端管理难度加大、规模增速放缓,甚至可能面临阶段性资产清理的风险,可能导致的信用债需求减弱恐怕无法避免。长期来看,信用债过去两年“配置”牛的逻辑发生显著变化,信用利差中枢面临系统性向上重估的压力。尤其在理财风险偏好降低、委外赎回或到期不续的过程中,中低评级品种受到的负面影响更大,评级间利差会进一步拉开。

针对近期的市场表现,兴业证券补充称,尽管基本面和货币政策表征的宏观流动性看起来是有边际的改善,但这却没有真实的改变债券市场的资金格局,整个债市是一个存量甚至减量资金格局的市场,这使得利率市场的配置需求非常疲软,尤其是当一级市场有增量供给出现时,一级带动二级上行的情况频频出现,而且国债在过去一段时间的调整幅度要大于国开债,也显示了供求关系对市场的主导作用。此外,信用市场尽管新增供给寥寥,但资金快速流出市场也推动了收益率的大幅上行和部分等级和期限信用债的信用利差的显著走阔。

## 信用风险不可忽视

值得注意的是,除委外赎回潮的冲击外,在金融去杠杆环境中,弱资质主体再

## 观点链接

### 中信建投:坚持防御策略

市场调整至此,对于信用债的后续影响大于利率债。信用风险方面,短期内还有辗转空间,但随着债转股等政策效果消退和金融监管趋严传导到实体经济,叠加企业盈利能力下降和融资困难加剧,全年信用风险会逐步抬升。建议坚持防御策略,即缩短久期提高评级。

### 国泰君安:部分信用债配置价值显现

信用债在4月底的一波调整之后,3年与1年期利差小幅修复,而且相较于同业存单来说,信用债收益率调整得更多,目前来看,中等期限信用债的配置价值逐步显现,信用债投资期限可适当向2-3年高等级品种延伸。

### 中信证券:部分持有长期品种

负债端稳定的机构可以选择期限偏长、下沉资质的品种,负债相对不稳定的机构仍要保持较低的久期,当然对于更多的机构,在尚未赎回之前都不曾清楚自己的

## 大行结汇力度加大

虽然美元处于弱势为人民币对美元升值创造条件,但在市场人士看来,昨日人民币兑美元汇率之所以“一反常态”,呈现加速升值走势,主要是受到大行结汇的推动。

据外汇交易员反馈,25日早间有大行出手结汇,拉开这一波人民币升值的序幕。据悉,近期客盘仍偏购汇,大行稳步释放美元流动性,故市场上外汇供求相对均

步扩大升值幅度,到日间交易结束前,人民币兑美元最高至6.8655元,16:30收盘价报6.8678元,较前收盘价升值231基点或0.32%,为今年1月19日以来的单日最大升值幅度。进入夜盘,人民币兑美元波动有所收敛,截至18:30报6.8687元。

大行结汇力度加大

虽然美元处于弱势为人民币对美元升值创造条件,但在市场人士看来,昨日人民币兑美元汇率之所以“一反常态”,呈现加速升值走势,主要是受到大行结汇的推动。

据外汇交易员反馈,25日早间有大行出手结汇,拉开这一波人民币升值的序幕。据悉,近期客盘仍偏购汇,大行稳步释放美元流动性,故市场上外汇供求相对均

“部分存在短期债务占比较高,且偿债能力较弱的发行人,或将面临较大的再融资压力。一方面,发行成本高企,债务滚动势必推升财务费用。财务费用规模的走高对净利润的侵蚀,又将削弱发行人偿债能力。另一方面,金融去杠杆环境中,风险偏好较低,对低等级品种的承接能力较弱,这也将收窄弱资质主体再融资渠道。上述两者共振或出现信用风险敞口扩张的结果。因此,投资者仍需防范再融资风险向信用风险的传导。”兴业证券表示。

与此同时,未来一段时间内信用债市场依然面临较大的到期压力。据国泰君安证券数据,6月-9月分别有3603亿元、3609亿元、4733亿元、3562亿元的信用债到期,仍然处于相对较高的位置,而从目前来看,信用债发行没有丝毫回升的迹象,随着时间的推移,发行人的现金流状况将逐步趋紧,在下半年到期量依然较大的情况下,流动性压力将陡增。

综合机构观点来看,短期而言,虽然近期信用债收益率已明显上行,但市场尚未出现实质大规模赎回,很多低资质品种流动性还是非常差,一些中低等级信用债收益率仍有继续上行压力。中长期来看,在金融去杠杆持续推进的过程中,投资需求趋势性收缩将继续抬升信用利差中枢,与此同时,再融资风险向信用风险的传导也需防范,建议投资者仍保持短久期高评级的防御策略。

负债端到底有多稳定,不过尽管如此,考虑到信用利差中枢不断抬升的过程,便是价值回归的过程,仍建议适当保持一些相对较长的久期、高票息的品种,以增厚收益。

### 天风证券:慎对曾违约发债主体

细数今年债券市场违约的15支个券可以发现,今年发生违约的10家发债主体中,除江泉集团是首次违约之外,其他9家发债主体此前均已出现过债券违约的情况。该类发行人某一时间点,有多支未清偿的债券,当其中某支债券的利息或本金发生兑付危机后,无论最终能否成功兑付,该主体后续到期债券的违约风险会显著攀升。建议谨慎对待曾发生过违约的发债主体。

### 兴业证券:城投债或继续调整

尽管从估值上看,城投债与产业债的利差趋于收敛,但政策效应的持续发酵,加之融资成本居高不下,城投债刚性兑付预期仍在弱化,估值调整或将持续,且流动性较差的低等级品种表现将更为显著。(王姣 整理)

平衡,人民币汇率持续横盘运行,但25日早间大行结汇力度骤然加大,供求平衡随即被打破,随后跟风盘介入,推动人民币汇率大幅升值。

交易员并称,美联储5月份会议纪要并无超预期的内容出现,市场预期6月和9月加息概率仍大,同时对于缩表的具体计划尚未公布,但纪要公布后,美元指数先跌后涨,美债收益率整体回落,显示市场对缩表并不担忧。展望今后一段时间,尽管预计美元继续下行空间不大,但上涨动力仍显不足,外部环境对人民币汇率走势不构成显著压力。若大行继续展现强势结汇姿态,可能为市场提供指引,带动人民币汇率出现一波升值,但这还需要进一步观察。总的来看,人民币保持弱势的可能性似乎更大一些。

# 转债上演普涨 趋势性行情难期

本报记者 王辉

的改善提供一定支持。但考虑到未来股市走势不确定性仍较大,预计转债市场也难以出现趋势性上涨。

来自财汇大数据终端的统计数据显示,截至5月25日收盘,两市18只正常交易的转债纯债溢价率分布在6.59%至41.97%之间。其中,有3只个券低于10%,10只转债低于20%。与此同时,转股溢价率低于20%的个券有8只,转股溢价率为负数的也有2只,最低的歌尔转债仅为-0.17%。整体来看,相较于历史平均水平,当前转债市场已经步入“低价区间”。

天风证券分析师表示,目前转债市场无论是绝对价格还是相对价格都处于历史低位。但价格便宜并不意味着目前是投资转债比较好的时机。一方面无论是流动性还是基本面都不支持股市在短期内大幅上涨,另一方面,信用债较高的票面利率也给转债投资带来很高的机会成本。整体而言,在宏观经济还没有明显下行迹象的情况下,结合整体相对中性的流动性环境来看,转债市场预计将继续三日的阴跌。

个券方面,25日两市转债个券整体呈现普涨格局。正常交易中的18只传统可转债有14只上涨,4只下跌个券跌幅均在0.05%以内。其中,国贸转债在正股厦门国贸股价上涨2.29%的背景下全天收高1.35%,列两市转债涨幅第一位;广汽转债则以0.04%的跌幅,列两市转债跌幅第一位。

### 短期料继续震荡

分析人士表示,近阶段在股、债市场双双走弱的冲击下,不少转债个券已经接近债底,防御性开始凸显。A股市场的止跌,也为转债市场投资情绪

# 期债涨势放缓 短期料延续震荡

本报记者 张勤峰

实习记者 黎旅嘉

报告称,短期资金供大于需的局面略出乎意料,这一情况的出现可能与货币当局平衡金融去杠杆冲击有关。

### 震荡走势或延续

分析人士指出,金融去杠杆背景下,监管收紧的方向没有变化,不少监管措施还有待明朗,债券市场情绪依旧谨慎。短期资金面有所改善,但市场对6月底MPA考核可能造成的流动性波动仍心存忧虑。短期来看,债市仍缺乏实质利好,急跌或告一段落,但持续反弹动力不足,近期震荡走势或将延续。

银河期货研究人员认为,在短期资金利率下行的同时,近期中长期限货币市场利率,如3个月SHIBOR、同业存单利率等仍继续走高,将对国债期货后续走势形成压制,预计未来一段时间债市仍将震荡走低。

国泰君安期货研究员王洋则表示,最近期债表现强于现券,前者看多情绪在积聚,后者谨慎情绪仍较浓,这种分化的态势,导致期债的上涨缺乏现券的支持。短期资金面有所改善,但市场对6月底MPA考核可能造成的流动性波动仍心存忧虑。

短期来看,债市仍缺乏实质利好,急跌或告一段落,但持续反弹动力不足,近期震荡走势或将延续。

本周资金面虽面临月末点叠加端午假期等因素的考验,但到目前为止资金面并未出现明显收紧的迹象。有券商

分析人士指出,金融去杠杆背景下,监管收紧的方向没有变化,不少监管措施还有待明朗,债券市场情绪依旧谨慎。短期资金面有所改善,但市场对6月底MPA考核可能造成的流动性波动仍心存忧虑。

短期来看,债市仍缺乏实质利好,急跌或告一段落,但持续反弹动力不足,近期震荡走势或将延续。

### 口行债招标结果较好

本报记者 王姣

此次口行债招标的是该行2017年第6期、第7期、第4期金融债的增发债,期限分别为1年、3年和5年,发行规模均为30亿元。据业内人士透露,此次1年期中债中标收益率为4.0073%,投标倍数30;3年期金融债中标收益率4.3221%,投标倍数2.94;5年期金融债中标收益率4.4025%,投标倍数3.05。

上述口行债中标利率均低于二级市场水平。中债到期收益率曲线显示,5月24日,二级市场上1年、3年和5年期口行债收益率分别为4.1847%、4.3913%、4.4777%。

# 国开债中标利率较低

25日,国家开发银行招标发行三期固息增发债,中标收益率均低于二级市场估值水平,显示在当前利率高位上,配置资金参与意愿有所上升,有助于抑制收益率进一步上行。

国开行昨日招标的是该行今年第五、六、十期金融债券的增发债,期限分别为3年、5年和10年,本次发行规模分别为50亿元、50亿元、110亿元。据市场人士透露,此次3年期国开债中标收益率为4.2631%,全场倍数2.63;5年期债券中标收益率4.3275%,投标倍数2.36;10年期债券中标收益率4.3246%,投标倍数1.87。

此次招标的三期债券发行收益率均低于二级市场水平。据中债到期收益率曲线,5月24日,市场上3年、5年、10年期国开债收益率分别报4.34%、4.36%、4.34%。

近期债市有所企稳,一二级市场亦打破一二级利率交替上行的循环,发行利率开始出现低于二级估值的情况。市场人士表示,在资金面偏松、政策冲击缓和的背景下,收益率高位有资金陆续进场,需求力量的复苏有助于抑制收益率过快上行。(张勤峰)

# 月底资金面料总体无恙

本报记者 张勤峰

25日,央行开展700亿元逆回购操作,等额对冲到期回笼。市场人士表示,跟随货币市场流动性的变化,央行资金投放力度也在灵活调整,往后看,月末、小长假及企业缴税等因素叠加,将导致跨月跨节资金需求上升,但预计央行将适量给予流动性支持,市场资金面保持基本稳定的概率仍较大。

## 资金面延续宽松

央行25日早间开展700亿元逆回购操作,包括600亿元7天期和100亿元14天期,中标利率均与前次操作持平,分别为2.45%、2.6%。当日到期逆回购规模亦为700亿元,因而央行此举实现等额对冲,未净投放或净回笼流动性,终结了此前持续两日的净回笼。

昨日市场资金面整体仍偏宽松。交易员称,早盘银行类机构纷纷融出,隔夜资金供应充足,7天期由于已可跨月,需求上升明显,融出方对价格要求相对较高,利率止跌并转为上行,但总体来看,昨日7天至14天的跨月资金供给仍较为充足,午后宽松态势不改,隔夜减点融出开始增多。

资金面方面,25日早间公布的Shibor隔夜品种仍继续下行,跌1.2BP至2611%,7天品种则出现反弹,微涨0.04BP至2843%,3个月及更长期限Shibor均上涨超过1BP,其中代表性的3个月Shibor续涨161BP至45338%,期限最长的1年期Shibor续涨122BP,连续超过1年期贷款基准利率。

银行间质押式回购利率(存款类机构)方面,昨日隔夜品种持稳在2.58%,7天品种因可跨月,加权平均利率大涨22BP至2.96%,长期限的1个月回购利率上涨30BP。

## 跨月问题不大

市场人士指出,往后看,缴税压力料渐显,叠加月末及小长假在即等影响,市场资金面面临一定考验。不过,从公开市场操作结束净回笼来看,央行也在灵活调整资金投放力度,仍显露出维稳流动性的意愿,料月底资金面问题不大。

5月底将面临上年度企业所得税汇算清缴,这可能是月内资金市场要面对的最大扰动因素。不过,月底时财政支出力度往往也会加大,一定程度可抵消企业缴税的影响。从往年来看,5月份财政存款净增量一般小于4月份,财政收税与支出对资金

面的影响可能不会如上个月那般明显。但考虑到月底缴税,叠加月末监管、小长假备付需求上升等因素影响,已持续宽松多日的市场资金面或难免出现一定程度的收紧。而且,当前流动性总量并不充裕,扰动因素造成的流动性边际波动是趋于上升的,在面对多种扰动因素叠加时,对流动性风险仍需保持警惕。

不过,目前市场机构并不是特别担心月底资金面情况。业内人士指出,近期央行维稳流动性的意愿增强,加之金融监管政策出台节奏放缓,市场对流动性的担忧情绪已有所缓和。虽然月底资金面波动可能加大,但预计央行将适量给予流动性支持,资金面运行不会脱离预期轨道,流动性出现极度紧张的可能性仍小。

近期央行流动性操作确实出现了一些微妙变化,主要表现为流动性投放力度有所加大,且投放资金的加权期限缩短。市场人士指出